

**Pengujian *Pecking Order Theory* dan *Trade-Off Theory* pada
Perusahaan Non Keuangan yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2015-2017**

Azhar Khoiri Ulfah

Azharkhoiri123@gmail.com

Dosen Pembimbing

Drs. Wihandaru SP, M. Si.

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

Jl. Lingkar Selatan, Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta 55183

Telepon: +62 274 387656 ext. 117 fax: +62 274 387646 Email: info_feb@umy.ac.id

ABSTRACT

This study aims at examining: (1) the effect of profitability on capital structure, (2) the effect of funds flow deficit on capital structure, (3) the effect of tangibility on capital structure, (4) the effect of company size on capital structure, (5) the effect of non-debt tax shield on capital structure, and (6) the effect of growth opportunities on capital structure. The dependent variable in this study is the capital structure, while the independent variables are profitability, funds flow deficit, tangibility, company size, non-debt tax shield, and growth opportunities. The population in this study are non-financial companies that went public on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2017. The sampling technique used is purposive sampling method. Based on existing criteria, there are 359 samples of non-financial companies obtained. This study uses panel data. This study uses multiple linear regression analysis techniques. The results of this study indicate that: (1) profitability has a negative and significant effect on capital structure, (2) funds flow deficit has a positive and not significant effect on capital structure, (3) tangibility has a negative and significant effect on capital structure, (4) company size has a positive and significant effect on capital structure, (5) non-debt tax shield has a positive and not significant effect on capital structure, (6) growth opportunities has a positive and significant effect on capital structure.

Keywords: profitability, funds flow deficit, tangibility, company size, non-debt tax shield, growth opportunities, and capital structure.

INTISARI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji: (1) pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal, (2) pengaruh *funds flow deficit* terhadap struktur modal, (3) pengaruh *tangibility* terhadap struktur modal, (4) pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal, (5) pengaruh *non-debt tax shield* terhadap struktur modal, dan (6) pengaruh peluang pertumbuhan terhadap struktur modal. Variabel dependen pada penelitian ini yaitu struktur modal, sedangkan variabel independennya yaitu

profitabilitas, *funds flow deficit*, *tangibility*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, dan peluang pertumbuhan. Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan non keuangan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2017. Teknik pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang ada diperoleh 359 sampel perusahaan non keuangan. Penelitian ini menggunakan data *panel*. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, (2) *funds flow deficit* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, (3) *tangibility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, (4) ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, (5) *non-debt tax shield* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, (6) Peluang pertumbuhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci: Profitabilitas, *funds flow deficit*, *tangibility*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, peluang pertumbuhan, dan struktur modal.

PENDAHULUAN

Perusahaan membutuhkan dana guna menjalankan aktivitasnya, baik aktivitas operasional maupun aktivitas investasi. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber dana internal atau sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan tersebut dan sumber dana eksternal atau sumber dana yang berasal dari luar perusahaan tersebut. Menurut Riyanto (2001), sumber dana internal berasal dari dana yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut berupa laba ditahan dan depresiasi, sedangkan sumber dana eksternal perusahaan dapat berasal dari kreditor, pemilik, peserta, atau pengambil bagian di dalam perusahaan. Modal dari kreditor inilah yang nantinya menjadi hutang perusahaan dan disebut sebagai modal pinjaman atau modal asing, sedangkan modal yang berasal dari pemilik, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan akan menjadi modal sendiri milik perusahaan.

Struktur modal adalah proporsi dari instrumen hutang dan saham biasa pada laporan posisi keuangan perusahaan (Horne, 2002), sedangkan Harjito dan Martono (2010) mendefinisikan struktur modal sebagai perimbangan jangka panjang perusahaan yang dihitung dari perbandingan hutang jangka panjang perusahaan dengan modal sendiri. Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai bauran tertentu dari sumber dana yang digunakan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya baik dari hutang jangka panjang maupun ekuitas (Ross *et al*, 2015).

Struktur modal merupakan salah satu hal terpenting dalam keberlangsungan dan pengembangan sebuah perusahaan karena struktur modal memiliki efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan (Haryoputra, 2012). Pengambilan keputusan yang tidak tepat mengenai struktur modal perusahaan dapat berakibat sangat fatal, yaitu kebangkrutan perusahaan. Hal ini dapat terjadi akibat dari penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan yang terlalu banyak, sehingga perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo.

Terdapat beberapa teori mengenai keputusan pendanaan dalam pemilihan struktur modal yang akan digunakan oleh perusahaan, dua diantaranya adalah *pecking order theory* dan *trade-off theory*. *Pecking order theory* muncul akibat dari asimetri informasi antara perusahaan dengan pemberi modal sehingga timbul hirarki pendanaan yang diawali dengan sumber dana yang memiliki biaya asimetri informasi paling rendah hingga yang paling tinggi berupa laba ditahan, dilanjutkan oleh hutang, dan terakhir adalah modal sendiri dari sumber pendanaan eksternal (Harjito, 2011).

Menurut *trade-off theory*, struktur modal optimal bagi perusahaan merupakan *trade-off* antara manfaat dan biaya yang ditimbulkan dari hutang perusahaan (Zhang dan Kanazaki, 2007). *Trade-off theory* mengasumsikan bahwa perusahaan akan terus menambah hutang sejauh manfaat yang akan didapatkan masih lebih besar dari pengorbanan yang dilakukan, sedangkan apabila pengorbanannya lebih besar dari manfaat yang didapat maka penggunaan hutang akan dihentikan (Husnan dan Pudjiastuti, 2006).

Fuady (2013), menyatakan bahwa pada dasarnya *pecking order theory* dan *trade-off theory* sama-sama berfokus pada *cost of capital*. *Pecking order theory* berfokus pada *cost of capital* yang murah sedangkan *trade-off theory* berfokus pada *cost of capital* minimum. Perbedaan yang paling mencolok dari keduanya yaitu pada hirarki pendanaan *pecking order theory* didasarkan dari mahal atau tidaknya biaya modal, sedangkan *trade-off theory* didasarkan dari optimalitas pendanaan (Darmayanti dan Suryantini, 2017).

KAJIAN TEORI

Struktur Modal

Menurut Horne (2002), struktur modal merupakan proporsi dari instrumen hutang dan saham biasa pada laporan posisi keuangan perusahaan, sedangkan menurut Ross *et al* (2015), struktur modal merupakan bauran tertentu dari sumber dana yang digunakan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya baik dari hutang jangka panjang maupun ekuitas. Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai perimbangan jangka panjang perusahaan yang dihitung dari perbandingan hutang jangka panjang perusahaan dengan modal sendiri (Harjito dan Martono, 2010).

Pecking Order Theory

Harjito (2011) menyatakan jika kemunculan *pecking order theory* merupakan sebuah akibat dari asimetri informasi yang ada di antara perusahaan dengan pemberi modal yang pada akhirnya menimbulkan hirarki pendanaan. Hirarki pendanaan ini diawali dengan sumber dana yang memiliki biaya asimetri informasi paling rendah hingga yang paling tinggi berupa laba ditahan, dilanjutkan oleh hutang dan terakhir adalah modal sendiri dari sumber pendanaan eksternal. Asimetri informasi yang dimaksudkan di sini merujuk pada istilah yang menunjukkan bahwa pihak manajemen memiliki lebih banyak informasi mengenai prospek, risiko, dan nilai perusahaan dibandingkan dengan pemodal publik karena seluruh keputusan

keuangan dan rencana perusahaan diambil oleh pihak manajemen (Husnan dan Pudjiastuti, 2006).

Trade-Off Theory

Trade-off theory dalam penelitian yang dilakukan oleh Zhang dan Kanazaki (2007), mengasumsikan bahwa struktur modal optimal bagi perusahaan merupakan *trade-off* antara manfaat dan biaya yang ditimbulkan dari hutang perusahaan. Selain itu, Zhang dan Kanazaki (2007) juga menyatakan bahwa kecenderungan perusahaan dalam menggunakan hutang dalam keputusan pendanaan didorong oleh *debt tax shield* dan kontrol masalah *free cash flow*, sedangkan biaya kebangkrutan dan masalah agensi lainnya akan membuat perusahaan mengurangi penggunaan hutang dalam keputusan pendanaan perusahaan. *Trade-off theory* dalam Husnan dan Pudjiastuti (2006) mengasumsikan bahwa perusahaan akan terus menambah hutang sejauh manfaat yang akan didapatkan masih lebih besar dari pengorbanan yang dilakukan. Akan tetapi, penggunaan hutang akan dihentikan apabila pengorbanannya lebih besar dari manfaat yang didapat.

Profitabilitas

Sartono (2001) mendefinisikan profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang berkaitan dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Rasio profitabilitas merupakan rasio yang ditujukan untuk mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki dan mengelola kegiatan operasinya (Ross *et al*, 2015). Terdapat beberapa rasio profitabilitas yang umum digunakan menurut Hanafi (2016), yaitu *profit margin*, *Return On Assets* (ROA), dan *Return On Equity* (ROE). Sedangkan menurut Rajan dan Zingales (1995), profitabilitas dapat diukur menggunakan rasio arus kas dari operasi terhadap nilai buku aset, EBIT, dan EBITDA.

Funds Flow Deficit

Ross *et al* (2015) mendefinisikan arus kas sebagai selisih dari jumlah dana yang diterima oleh sebuah perusahaan dengan jumlah dana yang keluar. Menurut Prasetyanto (2014), *funds flow deficit* merupakan suatu keadaan dimana aliran kas bersih yang masuk lebih kecil dari aliran kas bersih yang keluar sehingga menyebabkan turunnya jumlah kas perusahaan, sedangkan menurut Saiful dan Yohana (2014), *funds flow deficit* didefinisikan sebagai sebuah keadaan pada saat arus kas dari kegiatan operasi perusahaan tidak dapat mencukupi pengeluaran perusahaan dari pembayaran dividen, pengeluaran modal serta pelunasan kewajiban jangka panjang perusahaan yang akan jatuh tempo dalam waktu setahun yang dapat dihitung menggunakan defisiensi dana internal perusahaan. Menurut Saiful dan Yohana (2014), terdapat lima faktor yang dapat mempengaruhi *funds flow deficit* yang diukur menggunakan defisiensi dana internal perusahaan, yaitu dividen, pelunasan kembali hutang jangka panjang, perubahan modal kerja, pengeluaran modal, dan aliran kas dari kegiatan operasi.

Tangibility

Tangibility merupakan komposisi aktiva sebuah perusahaan yang berfungsi untuk mengukur seberapa besar kemampuan aktiva perusahaan guna menjamin hutang perusahaan (Bevan dan Danbolt, 2000). Menurut Joni dan Lina (2010), *tangibility* menjadi penting karena pihak kreditur nantinya akan menjadikan aktiva tetap perusahaan sebagai jaminan atas kredit yang diberikan kepada perusahaan tersebut. *Tangibility* dapat diukur menggunakan perbandingan aset tetap terhadap total aset yang dimiliki oleh perusahaan (Rajan dan Zingales, 1995).

Ukuran Perusahaan

Riyanto (2001) mendefinisikan ukuran perusahaan sebagai ukuran besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dihitung menggunakan nilai penjualan perusahaan, nilai ekuitas perusahaan atau nilai aktiva perusahaan. Pernyataan ini sejalan dengan pendapat Longenecker (2001) yang menyatakan jika ukuran perusahaan dapat dihitung melalui jumlah karyawan, volume penjualan dan jumlah aset.

Non-Debt Tax Shield

Djumahir (2005) mendefinisikan *non-debt tax shield* sebagai pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi yang merupakan *cash flow* sebagai sumber pendanaan internal perusahaan guna mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang terhadap laba rugi perusahaan tersebut. Pengukuran *non-debt tax shield* dapat dilakukan dengan menghitung perbandingan depresiasi terhadap total aset perusahaan (Zhang dan Kanazaki, 2007).

Peluang Pertumbuhan

Menurut Selfiana (2016), peluang pertumbuhan merupakan sebuah peluang akan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang yang bisa juga diartikan sebagai perubahan total aset perusahaan. Sedangkan menurut Rianawati (2015), peluang pertumbuhan perusahaan merupakan sebuah peluang investasi bagi perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa mendatang yang dapat diukur menggunakan perhitungan Tobin's Q dan pertumbuhan penjualan perusahaan. Peluang pertumbuhan juga dapat diukur menggunakan rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset (Rajan dan Zingales, 1995).

Hipotesis

Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang berkaitan dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001). Menurut *pecking order theory*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin besar laba yang dihasilkan oleh perusahaan menyebabkan laba ditahan perusahaan tersebut ikut meningkat. Apabila jumlah laba ditahan sebuah perusahaan besar, maka perusahaan tersebut sanggup membiayai kegiatan investasinya menggunakan pendanaan internal sehingga perusahaan tidak lagi memerlukan hutang. Hal ini sesuai dengan hirarki pendanaan dalam *pecking order*

theory dimana penggunaan laba ditahan menjadi sumber pendanaan yang paling diutamakan oleh perusahaan karena memiliki asimetri informasi yang paling kecil dibandingkan dengan sumber pendanaan lain seperti hutang dan emisi saham baru. Pernyataan ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Harjito (2011), Ajanthan (2013), Setiawati dan Putra (2015), Rahmawati (2016) dan Ratri dan Chistianti (2017) dimana ditemukan fakta bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Sebaliknya, menurut *trade-off theory* profitabilitas perusahaan berbanding lurus dengan hutang perusahaan. Semakin tinggi profit yang dihasilkan oleh perusahaan yang berada pada posisi *under leverage*, maka dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham juga semakin besar. Pembagian dividen yang tinggi akan menyebabkan turunnya tingkat laba ditahan, sehingga perusahaan akan meningkatkan pendanaan yang berasal dari hutang untuk mencukupi biaya investasinya. Akan tetapi, pada perusahaan yang berada pada posisi *over leverage*, dividen akan dibagikan dalam jumlah sedikit atau tidak dibagi sama sekali karena laba akan digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan agar hutang tidak meningkat sehingga terjadi kebangkrutan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadianto dan Tayana (2010) serta Culata dan Gunarsih (2012) yang berhasil menemukan bukti empiris bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan pernyataan di atas, disusun hipotesis H_1 untuk membuktikan terdapat pengaruh *pecking order theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia dan hipotesis H_2 untuk membuktikan terdapat pengaruh *trade-off theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai berikut:

H_1 = Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

H_2 = Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Funds Flow Deficit Terhadap Struktur Modal

Funds flow deficit merupakan suatu keadaan dimana aliran kas bersih yang masuk lebih kecil dari aliran kas bersih yang keluar sehingga menyebabkan turunnya jumlah kas perusahaan (Prasetyanto, 2014). Menurut *pecking order theory*, terdapat hubungan negatif antara *funds flow deficit* dengan struktur modal perusahaan. Peningkatan defisit pendanaan internal menyebabkan jumlah kas perusahaan menjadi semakin rendah. Jumlah kas perusahaan yang kecil membuat perusahaan tidak dapat mencukupi kebutuhan dana untuk aktivitas perusahaan, baik aktivitas investasi maupun aktivitas operasional menggunakan sumber pendanaan internal. Keadaan ini mendorong perusahaan meningkatkan penggunaan hutang guna mencukupi kekurangan biaya dalam menjalankan aktivitas perusahaan karena sesuai dengan *pecking order theory*, pendanaan yang berasal dari hutang memiliki asimetri informasi yang lebih kecil dibandingkan dengan emisi saham baru. Pernyataan ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Zhang dan Kanazaki (2007), Wardianto (2012) serta Nugraha dan Nugroho (2013) yang berhasil membuktikan bahwa *funds flow deficit* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan pernyataan di atas, disusun hipotesis H_1 untuk membuktikan terdapat pengaruh *pecking order theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai berikut:

H_1 = *Funds flow deficit* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Tangibility Terhadap Struktur Modal

Bevan dan Danbolt (2000) mendefinisikan *tangibility* sebagai komposisi aktiva sebuah perusahaan yang berfungsi untuk mengukur seberapa besar kemampuan aktiva perusahaan guna menjamin hutang perusahaan. *Trade-off theory* menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *tangibility* dan struktur modal perusahaan. Semakin besar aktiva perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan atas hutang perusahaan menyebabkan kepercayaan kreditur dalam memberikan pinjaman dengan jumlah yang besar meningkat. Tingkat kepercayaan kreditur yang tinggi membuat perusahaan lebih mudah dalam melakukan pinjaman dengan jumlah yang besar sehingga sumber pendanaan yang berasal dari hutang akan meningkat. Pernyataan ini didukung oleh penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Zhang dan Kanazaki (2007), Wardianto (2012), Ajanthan (2013), serta Setiawati dan Putra (2015) yang berhasil menemukan bukti empiris bahwa *tangibility* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Sebaliknya, menurut *pecking order theory* *tangibility* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Aset tetap menggambarkan aset yang benar-benar dapat menghasilkan profitabilitas bagi perusahaan (Prasetya dan Asandimitra, 2014). Semakin besar nilai *tangibility* menunjukkan jika perusahaan mampu menghasilkan profit yang juga semakin besar. Peningkatan profit perusahaan menyebabkan jumlah laba ditahan perusahaan juga mengalami peningkatan. Apabila jumlah laba ditahan perusahaan semakin besar membuat perusahaan tidak akan mengalami kekurangan sumber pendanaan internal dalam memenuhi kebutuhan modal sehingga perusahaan tidak perlu berhutang. Pernyataan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadianto dan Tayana (2010) serta Bundala (2012) yang menemukan hasil jika *tangibility* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan pernyataan di atas, disusun hipotesis H_1 untuk membuktikan terdapat pengaruh *trade-off theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia dan hipotesis H_2 untuk membuktikan terdapat pengaruh *pecking order theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai berikut:

H_1 = *Tangibility* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

H_2 = *Tangibility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan dapat didefinisikan sebagai ukuran besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dihitung menggunakan nilai penjualan perusahaan, nilai ekuitas perusahaan atau nilai aktiva perusahaan (Riyanto, 2001). Menurut *trade-off theory*, semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan juga ikut meningkat. Semakin besar ukuran perusahaan yang diukur menggunakan penjualan perusahaan menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik. Prospek perusahaan yang baik menyebabkan kreditur mau memberikan pinjaman dengan biaya bunga yang rendah sehingga perusahaan akan memanfaatkan kesempatan ini dengan meningkatkan hutangnya.

Pernyataan ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Zhang dan Kanazaki (2007), Harjito (2011), Setiawati dan Putra (2015), Rahmawati (2016), Ratri dan Christianti (2017) serta Wikartika dan Fitriyah (2018) yang berhasil membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Sebaliknya, menurut *pecking order theory* ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin besar ukuran sebuah perusahaan yang diukur menggunakan penjualan perusahaan, maka profit yang dihasilkan oleh perusahaan menjadi semakin besar. Peningkatan profit yang dihasilkan oleh perusahaan menyebabkan tingkat laba ditahan perusahaan ikut meningkat. Semakin besar tingkat laba ditahan perusahaan membuat perusahaan tersebut dapat memenuhi kebutuhan investasinya menggunakan pendanaan internal berupa laba ditahan, sehingga perusahaan tidak memerlukan pendanaan eksternal berupa hutang dan tingkat hutang perusahaan akan menurun. Pernyataan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ajanthan (2103) dan Tandy (2015) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan pernyataan di atas, disusun hipotesis H_1 untuk membuktikan terdapat pengaruh *trade-off theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia dan hipotesis H_2 untuk membuktikan terdapat pengaruh *pecking order theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai berikut:

H_1 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

H_2 = Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal

Non-debt tax shield merupakan pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi yang merupakan *cash flow* yang dapat digunakan sebagai sumber pendanaan internal perusahaan (Djumahir, 2005). Menurut *trade-off theory*, terdapat hubungan negatif antara *non-debt tax shield* dengan struktur modal. Semakin tinggi nilai *non-debt tax shield* yang didapat dari depresiasi pada perusahaan, maka profit perusahaan yang terdapat pada laporan laba rugi perusahaan akan menurun tanpa perusahaan benar-benar mengeluarkan biaya. Penurunan profit ini berimbas pada penurunan jumlah pajak perusahaan, sehingga terdapat penghematan pajak yang dapat digunakan sebagai sumber pendanaan internal perusahaan. Peningkatan sumber pendanaan internal perusahaan dapat mengurangi penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Pernyataan ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Dewi dan Dana (2017) yang menemukan bukti empiris bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan pernyataan di atas, disusun hipotesis H_1 untuk membuktikan terdapat pengaruh *trade-off theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai berikut:

H_1 = *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Peluang Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal

Peluang pertumbuhan merupakan sebuah peluang akan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang yang bisa juga diartikan sebagai perubahan total aset perusahaan (Selfiana, 2016). Menurut *trade-off theory*, peluang pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan positif dengan struktur modal. Semakin tinggi peluang pertumbuhan suatu perusahaan, maka tingkat risiko *financial distress* akan semakin rendah. Tingkat risiko *financial distress* yang rendah menyebabkan perusahaan yang berada pada posisi *under leverage* akan menambah pendanaan yang bersumber dari hutang untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan untuk mendapat penghematan pajak. Selain itu, peluang pertumbuhan perusahaan yang tinggi menandakan prospek perusahaan yang semakin baik. Semakin tinggi prospek perusahaan, maka tingkat kepercayaan kreditur dalam memberikan hutang dengan jumlah yang besar juga akan meningkat sehingga perusahaan dapat mengakses hutang dengan lebih mudah. Pernyataan ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) yang berhasil membuktikan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

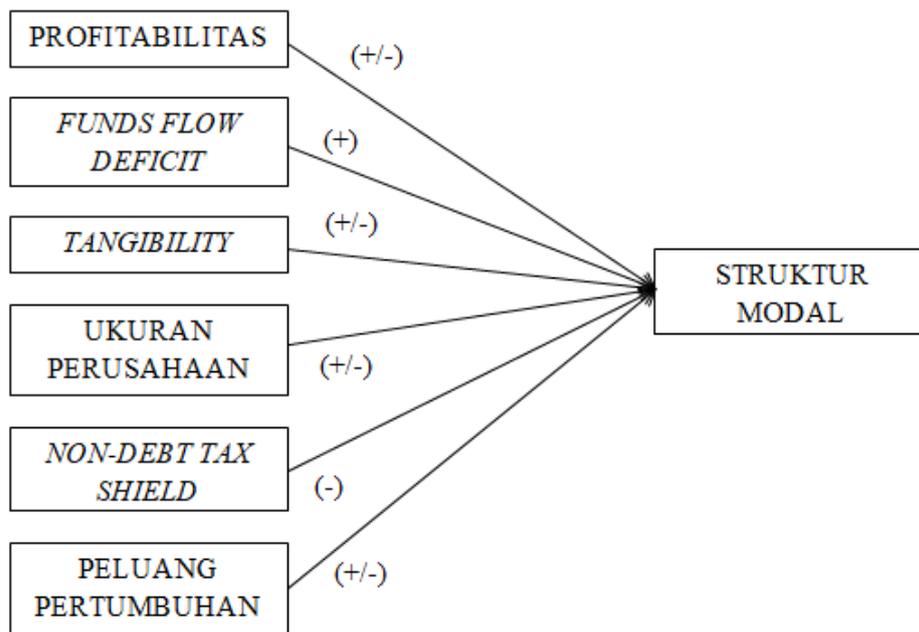
Sebaliknya, menurut *pecking order theory* peluang pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan menyebabkan perusahaan akan berupaya untuk meningkatkan asetnya, sehingga perusahaan membutuhkan dana yang besar. Akan tetapi, peningkatan peluang pertumbuhan perusahaan juga diikuti dengan asimetri informasi yang juga meningkat, sehingga untuk menekan asimetri informasi perusahaan akan dituntut untuk meningkatkan profitnya. Peningkatan profit perusahaan menyebabkan tingkat laba perusahaan semakin tinggi, sehingga perusahaan dapat mencukupi kebutuhan investasinya menggunakan sumber pendanaan internal berupa laba ditahan. Namun, apabila laba perusahaan tidak mampu memenuhi biaya kebutuhan operasional dan investasi perusahaan, maka perusahaan akan menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Pemilihan pendanaan perusahaan menggunakan laba ditahan sesuai dengan hirarki pendanaan menurut *pecking order theory*, dimana sumber dana yang pertama kali dipilih oleh perusahaan adalah laba ditahan, hutang merupakan pilihan kedua, dan emisi saham baru merupakan pilihan terakhir karena memiliki asimetri informasi yang paling tinggi dari pada sumber dana yang lain. Pernyataan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yang berhasil membuktikan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan pernyataan di atas, disusun hipotesis H_1 untuk membuktikan terdapat pengaruh *trade-off theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia dan hipotesis H_2 untuk membuktikan terdapat pengaruh *pecking order theory* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai berikut:

H_1 = Peluang pertumbuhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

H_2 = Peluang pertumbuhan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Objek dan Subjek Penelitian

Objek dalam penelitian ini yaitu perusahaan non keuangan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2017.

Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data pengukuran berupa jenis data yang dapat dihitung secara langsung berisi informasi atau penjelasan yang dapat dinyatakan dalam bilangan atau angka (Sugiyono, 2010). Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data yang dikumpulkan dari sumber-sumber yang telah ada (Sekaran dan Bougie, 2017).

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan tidak berdasarkan random, daerah atau strata, melainkan berdasarkan atas adanya pertimbangan yang berfokus pada tujuan tertentu (Arikunto, 2006).

Metode Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu teknik studi pustaka yang dilakukan dengan mengumpulkan dan mempelajari informasi melalui buku, jurnal, penelitian terdahulu serta literatur pendukung lainnya dengan tujuan untuk membentuk landasan teori (Arikunto, 2006) serta teknik dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan catatan peristiwa yang sudah berlalu (Sugiyono, 2013) berupa laporan keuangan perusahaan non keuangan pada tahun 2015-2017 melalui Publikasi Bursa Efek Indonesia (BEI) serta *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD).

Definisi Operasional dan Pengukurannya

Struktur Modal

Struktur modal dalam penelitian ini diukur menggunakan *debt to assets ratio* (DAR) yang dirumuskan sebagai berikut (Hanafi dan Halim, 2014):

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas dalam penelitian ini dihitung menggunakan rasio EBITDA yang dirumuskan sebagai berikut (Rajan dan Zingales, 1995):

$$\text{EBITDA} = \frac{\text{EBIT} + \text{Depreciation} + \text{Amortization}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan:

EBIT = *Earning before interest and tax*

Funds Flow Deficit

Funds flow deficit dalam penelitian ini diukur dengan perhitungan defisiensi dana internal (DEF) yang dirumuskan sebagai berikut (Saiful dan Yohana, 2014):

$$\text{DEF} = \text{DIV}_{it} + \text{X}_{it} + \Delta\text{WC}_{it} + \text{R}_{it} - \text{CFO}_{it}$$

Keterangan:

DIV_{it} = dividen yang dibayarkan perusahaan i pada periode t.

X_{it} = pengeluaran modal perusahaan i pada periode t.

ΔWC_{it} = perubahan modal kerja perusahaan i pada periode t.

R_{it} = utang jangka panjang perusahaan i yang dibayarkan kembali (pelunasan utang) atau telah jatuh tempo pada periode t.

CFO_{it} = arus kas dari kegiatan operasi perusahaan yang mencerminkan dana internal perusahaan i pada periode t.

DEF akan dinyatakan sebagai 0 jika hasil penjumlahan adalah negatif dan akan dinyatakan sebagai 1 jika hasil penjumlahan adalah positif.

Tangibility

Tangibility dalam penelitian ini diukur menggunakan rumus sebagai berikut (Rajan dan Zingales, 1995):

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan rumus sebagai berikut (Rajan dan Zingales, 1995):

Ukuran Perusahaan = Log Penjualan Bersih

Non-Debt Tax Shield

Non-debt tax shield dalam penelitian ini diukur menggunakan rumus sebagai berikut (Zhang dan Kanazaki, 2007):

$$\text{Non - Debt Tax Shield} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

Peluang Pertumbuhan

Peluang pertumbuhan dalam penelitian ini diukur menggunakan rumus sebagai berikut (Rajan dan Zingales, 1995):

$$\text{Peluang Pertumbuhan} = \frac{\text{Nilai Pasar Aset}}{\text{Nilai Buku Aset}}$$

Metode Analisis Data

Analisis Regresi Linier Berganda

Metode analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen secara simultan maupun parsial.

$$SM = \alpha + b_1 \text{PROFIT} + b_2 \text{FFD} + b_3 \text{TANGI} + b_4 \text{SIZE} + b_5 \text{NDTS} + b_6 \text{GO} + \varepsilon$$

Keterangan:

SM	= Struktur Modal
α	= Konstanta
$b_1 - b_6$	= Koefisien Regresi
PROFIT	= Profitabilitas
FFD	= <i>Funds Flow Deficit</i>
TANGI	= <i>Tangibility</i>
SIZE	= Ukuran Perusahaan
NDTS	= <i>Non-Debt Tax Shield</i>
GO	= Peluang Pertumbuhan
ε	= <i>Error</i>

Pendekatan Model Regresi Data Panel

Penelitian ini menggunakan metode estimasi model data panel. Basuki (2017) menyatakan terdapat tiga pendekatan yang dapat dilakukan, yaitu:

Common Effect Model (CEM)

Model CEM ini merupakan estimasi data panel yang paling sederhana karena hanya menggabungkan data *time series* dan *cross section*. Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan data perusahaan tersebut adalah sama dalam berbagai kurun waktu. Biasanya menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square (OLS)* dalam mengestimasi data panel.

Fixed Effect Model (FEM)

Model FEM ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepanya. Guna mengestimasi data panel model FEM, digunakan teknik variabel *dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan. Namun demikian sloponya sama antar perusahaan. Model ini disebut juga dengan teknik *Least Squares Dummy Variable (LSDV)*.

Random Effect Model (REM)

Model REM ini akan mengestimasi data panel yang mana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Perbedaan intersep pada model REM diakomodasi menggunakan *error terms* masing-masing perusahaan. Keuntungan dari model ini yaitu menghilangkan heterokedastisitas. Model ini sering disebut dengan *Error Component Model (ECM)* atau *Generalized Least Square (GLS)*.

Pemilihan Model

Model regresi yang digunakan untuk uji hipotesis adalah *Random Effect Model (REM)*. Hal ini sesuai dengan pernyataan Ghazali (2013) dimana penelitian yang menggunakan variabel *dummy* akan menyulitkan mengidentifikasi besaran koefisien *dummy* perbedaan intersep dikarenakan variabel tersebut tidak berubah sepanjang waktu sehingga model regresi *Fix Effect Model* mungkin tidak akan mampu mengidentifikasi pengaruh dari variabel variabel tersebut. Permasalahan tersebut

dapat diatasi dengan menggunakan *random effect model* (REM) (Gujarati 2003 dalam Ghozali 2013). Menurut Gujarati dan Porter (2009), pengujian menggunakan model regresi *Random Effect Model* (REM) tidak disarankan menggunakan uji asumsi klasik.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan *goodness of fit* yang digunakan untuk menilai fungsi regresi dalam menaksir nilai berdasarkan aktual secara tepat. Pengujian ini dapat dilakukan dengan menggunakan uji koefisien determinasi, uji statistik F dan uji statistik t (Ghozali, 2018).

Koefisien Determinasi (R²)

Uji koefisien determinasi ini digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen.

Uji F (Uji Kelayakan Model)

Uji F merupakan uji kelayakan model yang dilakukan guna menguji apakah variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini layak untuk digunakan dalam menjelaskan fenomena yang dianalisis.

Uji t (Uji Parsial)

Uji t digunakan untuk menguji seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual terhadap variasi variabel dependen (Ghozali, 2018).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Pemilihan Model Regresi Panel

Model regresi yang digunakan untuk uji hipotesis adalah *Random Effect Model* (REM). Hal ini sesuai dengan pernyataan Ghozali (2013) dimana penelitian yang menggunakan variabel *dummy* akan menyulitkan mengidentifikasi besaran koefisien *dummy* perbedaan intersep dikarenakan variabel tersebut tidak berubah sepanjang waktu sehingga model regresi *Fix Effect Model* mungkin tidak akan mampu mengidentifikasi pengaruh dari variabel variabel tersebut. Permasalahan tersebut dapat diatasi dengan menggunakan *random effect model* (REM) (Gujarati 2003 dalam Ghozali 2013). Menurut Gujarati dan Porter (2009), pengujian menggunakan model regresi *Random Effect Model* (REM) tidak disarankan menggunakan uji asumsi klasik.

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 4.2
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Maximum	Minimum	Mean	Std. Dev.
SM	359	0.931240	0.007623	0.459391	0.180661
PROFIT	359	1.235629	0.021764	0.247795	0.166688
FFD	359	1.000000	0.000000	0.913649	0.281274
TANGI	359	0.982232	0.081751	0.528353	0.208593
SIZE	359	14.31399	9.963912	12.52730	0.708690

NDTS	359	0.173410	0.000958	0.030441	0.024803
GO	359	16.12830	0.119689	2.242499	2.339387

Variabel Dependen: Struktur Modal

Sumber: Lampiran 3

Variabel struktur modal yang diprosikan menggunakan DAR memiliki nilai *maximum* sebesar 0.931240 dan nilai *minimum* sebesar 0.007623. Hal ini menunjukkan besarnya DAR berkisar antara 0.007623 sampai 0.931240, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 0.459391 dan standar deviasi sebesar 0.180661. Variabel profitabilitas yang diprosikan menggunakan EBITDA memiliki nilai *maximum* sebesar 1.235629 dan nilai *minimum* sebesar 0.021764. Hal ini menunjukkan besarnya EBITDA berkisar antara 0.021764 sampai 1.235629, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 0.247795 dan standar deviasi sebesar 0.166688. Variabel *funds flow deficit* yang diprosikan oleh DEF memiliki nilai *maximum* sebesar 1.000000 dan nilai *minimum* sebesar 0.000000. Hal ini menunjukkan besarnya DEF berkisar antara 0.000000 sampai 1.000000, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 0.913649 dan standar deviasi sebesar 0.281274. Variabel *tangibility* memiliki nilai *maximum* sebesar 0.982232 dan nilai *minimum* sebesar 0.081751. Hal ini menunjukkan besarnya *tangibility* berkisar antara 0.081751 sampai 0.982232, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 0.528353 dan standar deviasi sebesar 0.208593. Variabel ukuran perusahaan yang di proksikan oleh log penjualan bersih memiliki nilai *maximum* sebesar 14.31399 dan nilai *minimum* sebesar 9.963912. Hal ini menunjukkan besarnya log penjualan bersih berkisar antara 9.963912 sampai 14.31399, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 12.52730 dan standar deviasi sebesar 0.708690. Variabel *non-debt tax shield* memiliki nilai *maximum* sebesar 0.173410 dan nilai *minimum* sebesar 0.000958. Hal ini menunjukkan besarnya *non-debt tax shield* berkisar antara 0.000958 sampai 0.173410, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 0.030441 dan standar deviasi sebesar 0.024803. Variabel peluang pertumbuhan memiliki nilai *maximum* sebesar 16.12830 dan nilai *minimum* sebesar 0.119689. Hal ini menunjukkan besarnya peluang pertumbuhan berkisar antara 0.119689 sampai 16.12830, dengan *mean* atau nilai rata-rata sebesar 2.242499 dan standar deviasi sebesar 2.339387.

Regresi Linier Berganda

Tabel 4.3
Hasil Regresi Linier Berganda

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob
C	-0.449439	0.222756	-2.017625	0.0444
PROFIT	-0.318250	0.066185	-4.808480	0.0000
FFD	0.012910	0.013993	0.922602	0.3568
TANGI	-0.101806	0.044561	-2.284652	0.0229
SIZE	0.078149	0.017502	4.465127	0.0000

NDTS	0.708765	0.379386	1.868191	0.0626
GO	0.017207	0.002888	5.957691	0.0000

Sumber: Lampiran 4

Berdasarkan tabel diatas, maka persamaan regresi yang dibuat yaitu:
 $SM = \alpha + b_1 \text{PROFIT} + b_2 \text{FFD} + b_3 \text{TANGI} + b_4 \text{SIZE} + b_5 \text{NDTS} + b_6 \text{GO} + \varepsilon$
 $= - 0.449439 - 0.318250 \text{ PROFIT} + 0.012910 \text{ FFD} - 0.101806 \text{ TANGI} + 0.078149 \text{ SIZE} + 0.708765 \text{ NDTS} + 0.017207 \text{ GO}$

Hasil Penelitian (Uji Hipotesis)

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4.4
Hasil Uji R^2

Adjusted R-squared	0.148073
--------------------	----------

Sumber: Lampiran 5

Berdasarkan tabel diatas nilai koefisien determinasi sebesar 0.148073 atau 14.8%, berarti bahwa besarnya proporsi pengaruh profitabilitas, *funds flow deficit*, *tangibility*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, dan peluang pertumbuhan terhadap variabel dependen struktur modal sebesar 14.8%, sedangkan sisanya (100% - 14.8% = 85.2%) dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Uji F (Uji Kelayakan Model)

Tabel 4.5
Hasil Uji F

F-statistic	11.37062
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Lampiran 4

Berdasarkan tabel diatas didapat hasil uji F pada variabel dependen (struktur modal), nilai F hitung yaitu sebesar 11.37062 dengan nilai probabilitas sebesar $0.000000 < 0.05$. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini layak dan dapat dipergunakan dalam analisis berikutnya.

Uji t (Uji Parsial)

Tabel 4.6
Hasil Uji t

Variabel	Coefficient	t-statistic	Prob	Keterangan
C	-0.449439	-2.017625	0.0444	
PROFIT	-0.318250	-4.808480	0.0000	Signifikan

FFD	0.012910	0.922602	0.3568	Tidak Signifikan
TANGI	-0.101806	-2.284652	0.0229	Signifikan
SIZE	0.078149	4.465127	0.0000	Signifikan
NDS	0.708765	1.868191	0.0626	Tidak Signifikan
GO	0.017207	5.957691	0.0000	Signifikan

Sumber: Lampiran 4

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil dari uji t yang terdapat pada tabel 4.6 diketahui bahwa profitabilitas memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0.318250 dan memiliki arah negatif dengan nilai t -4.808480 dan probabilitas nilai signifikansinya sebesar 0.0000. Berarti bahwa nilai signifikan $< \alpha = 0.05$, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas sebuah perusahaan maka hutang perusahaan tersebut akan semakin rendah.

Semakin besar laba yang dihasilkan oleh perusahaan menyebabkan laba ditahan perusahaan tersebut ikut meningkat. Apabila jumlah laba ditahan sebuah perusahaan besar, maka perusahaan tersebut sanggup membiayai kegiatan investasinya menggunakan pendanaan internal sehingga perusahaan tidak lagi memerlukan hutang. Hal ini sesuai dengan hirarki pendanaan dalam *pecking order theory* dimana penggunaan laba ditahan menjadi sumber pendanaan yang paling diutamakan oleh perusahaan karena memiliki asimetri informasi yang paling kecil dibandingkan dengan sumber pendanaan lain seperti hutang dan emisi saham baru. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Harjito (2011), Ajanthan (2013), Setiawati dan Putra (2015), Rahmawati (2016) dan Ratri dan Chianti (2017) dimana ditemukan fakta bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh *Funds Flow Deficit* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil dari uji t yang terdapat pada tabel 4.6 diketahui bahwa *funds flow deficit* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0.012910 dan memiliki arah positif dengan nilai t 0.922602 dan probabilitas nilai signifikansinya sebesar 0.3568. Berarti bahwa nilai signifikan $> \alpha = 0.05$ dapat disimpulkan bahwa *funds flow deficit* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal.. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya *funds flow deficit* tidak berpengaruh terhadap tinggi rendahnya hutang perusahaan, berarti *funds flow deficit* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Funds flow deficit tidak mempengaruhi besarnya hutang perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan menambah hutang bukan dikarenakan terjadinya *funds flow deficit* akan tetapi dikarenakan untuk memenuhi kebutuhan aktiva tetap perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Culata dan Gunarsih (2012) yang menemukan hasil jika *funds flow deficit* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh *Tangibility* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil dari uji t yang terdapat pada tabel 4.6 diketahui bahwa *tangibility* memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0.101806 dan memiliki arah negatif dengan nilai t -2.284652 dan probabilitas nilai signifikansinya sebesar 0.0229. Berarti bahwa nilai signifikan $< \alpha = 0.05$, dapat disimpulkan bahwa *tangibility* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *tangibility* sebuah perusahaan maka hutang perusahaan tersebut akan semakin rendah.

Semakin besar nilai *tangibility* menunjukkan jika perusahaan mampu menghasilkan profit yang juga semakin besar. Peningkatan profit perusahaan menyebabkan jumlah laba ditahan perusahaan juga mengalami peningkatan. Apabila jumlah laba ditahan perusahaan semakin besar membuat perusahaan tidak akan mengalami kekurangan sumber pendanaan internal dalam memenuhi kebutuhan modal sehingga perusahaan tidak perlu berhutang. Hal ini sesuai dengan hirarki pendanaan dalam *pecking order theory* dimana penggunaan sumber pendanaan internal berupa laba ditahan menjadi sumber pendanaan yang paling diutamakan oleh perusahaan karena memiliki asimetri informasi yang paling kecil dibandingkan dengan sumber pendanaan lain seperti hutang dan emisi saham baru. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadianto dan Tayana (2010) serta Bundala (2012) yang menemukan hasil jika *tangibility* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil dari uji t yang terdapat pada tabel 4.6 diketahui bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0.078149 dan memiliki arah positif dengan nilai t 4.465127 dan probabilitas nilai signifikansinya sebesar 0.0000. Berarti bahwa nilai signifikan $> \alpha = 0.05$ dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka hutang perusahaan tersebut juga akan semakin besar.

Hasil tersebut sejalan dengan *trade-off theory*. Semakin besar ukuran perusahaan yang diukur menggunakan penjualan perusahaan menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik. Prospek perusahaan yang baik menyebabkan kreditur mau memberikan pinjaman dengan biaya bunga yang rendah sehingga perusahaan akan memanfaatkan kesempatan ini dengan meningkatkan hutangnya. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Zhang dan Kanazaki (2007), Harjito (2011), Setiawati dan Putra (2015), Rahmawati (2016), Ratri dan Christianti (2017) serta Wikartika dan Fitriyah (2018)

yang berhasil membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil dari uji t yang terdapat pada tabel 4.6 diketahui bahwa *non-debt tax shield* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0.708765 dan memiliki arah positif dengan nilai t 1.868191 dan probabilitas nilai signifikansinya sebesar 0.0626. Berarti bahwa nilai signifikan $> \alpha = 0.05$ dapat disimpulkan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya nilai *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap tinggi rendahnya hutang perusahaan, berarti *non-debt tax shield* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Non-debt tax shield tidak mempengaruhi hutang perusahaan menunjukkan bahwa kreditur dalam memberikan pinjaman tidak mempertimbangkan besarnya penyusutan tapi besarnya laba perusahaan. Besarnya laba perusahaan digunakan kreditur sebagai indikasi bahwa perusahaan mampu membayar hutang. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Culata dan Gunarsih (2012) yang menemukan hasil jika *non-debt tax shield* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Peluang Pertumbuhan terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil dari uji t yang terdapat pada tabel 4.6 diketahui bahwa peluang pertumbuhan memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0.017207 dan memiliki arah positif dengan nilai t 5.957691 dan probabilitas nilai signifikansinya sebesar 0.0000. Berarti bahwa nilai signifikan $> \alpha = 0.05$ dapat disimpulkan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar peluang pertumbuhan sebuah perusahaan maka hutang perusahaan tersebut juga akan semakin besar.

Hasil tersebut sejalan dengan *trade-off theory*. Semakin tinggi peluang pertumbuhan suatu perusahaan, maka tingkat risiko *financial distress* akan semakin rendah. Tingkat risiko *financial distress* yang rendah menyebabkan perusahaan yang berada pada posisi *under leverage* akan menambah pendanaan yang bersumber dari hutang untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan untuk mendapat penghematan pajak. Selain itu, peluang pertumbuhan perusahaan yang tinggi menandakan prospek perusahaan yang semakin baik. Semakin tinggi prospek perusahaan, maka tingkat kepercayaan kreditur dalam memberikan hutang dengan jumlah yang besar juga akan meningkat sehingga perusahaan dapat mengakses hutang dengan lebih mudah. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) yang berhasil membuktikan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil dari penelitian dapat ditarik kesimpulan berikut ini: 1. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sesuai dengan *pecking order theory*. 2. *Funds flow deficit* berpengaruh positif dan tidak

signifikan terhadap struktur modal. 3. *Tangibility* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sesuai dengan *pecking order theory*. 4. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal sesuai dengan *trade-off theory*. 5. *Non-debt tax shield* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal. 6. Peluang pertumbuhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal sesuai dengan *trade-off theory*.

Saran

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan di atas, peneliti menyarankan beberapa hal yaitu: 1. Peneliti selanjutnya diharapkan menambah periode penelitian dikarenakan pada penelitian ini hanya mencakup 3 tahun periode penelitian saja, yaitu pada tahun 2015-2017. 2. Peneliti selanjutnya diharapkan menambah variabel independen yang akan digunakan dalam penelitian karena berdasarkan uji koefisien determinasi (R^2) besarnya proporsi pengaruh profitabilitas, *funds flow deficit*, *tangibility*, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, dan peluang pertumbuhan terhadap variabel dependen struktur modal hanya sebesar 14.8%, sedangkan sisanya ($100\% - 14.8\% = 85.2\%$) dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan di atas, terdapat beberapa keterbatasan penelitian yaitu: 1. Periode yang digunakan pada penelitian ini relatif singkat yaitu 3 tahun pada rentang waktu 2015-2017. 2. Kurangnya variabel independent yang digunakan pada penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, Huson Joher Ali dan Nazrul Hisham. 2009. Revisiting Capital Structure. Theory: A Test of Pecking Order and Static Order Trade-off Model from Malaysian Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*. Vol. 30.
- Ajanthan, Alagathurai. 2013. Determinants of Capital Structure: Evidence from Hotel and Restaurant Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*. Volume 3, Issue: 6.
- Al-Najjar, Basil dan Peter Taylor. 2008. The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence from Jordanian Panel Data. *Managerial Finance*. Vol. 34, No. 12.
- Arikunto, S. 2006. *Metode Penelitian Kualitatif*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Basuki, Agus Tri. 2017. *Ekonometrika dan Aplikasi dalam Ekonomi*. Cetakan I. Yogyakarta 2017.
- Bevan, A., dan J. Danbolt. 2000. Dynamics in The Determinants of Capital Structure in The UK. *Working Paper*. University of Glasgow.

- Bundala, Ntogwa Ng'habi. 2012. Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory, or Trade Off Theory? An Empirical Studi in Tanzanian Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 2, No. 4.
- Culata, Priska Ralna Eunike dan Tri Gunarsih. 2012. Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange. *Jurnal the Winners*. Vol. 13, No. 1.
- Darmayanti, Ni Putu Ayu dan Ni Putu Ayu Suryantini. 2017. Determinan Keputusan Pendanaan pada Perusahaan Publik di Indonesia (Pengujian Pecking Order Theory dan Trade Off Theory). *Jurnal Akuntansi Indonesia*. Vol. 6, No. 2.
- Dewi, Ni Kadek Tika Sukma dan I Made Dana. 2017. Pengaruh Growth Opportunity, Likuiditas, Non-Debt Tax Shield Dan Fixed Asset Ratio Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*. Vol. 6, No. 2.
- Djumahir. 2005. Pengaruh Variabel-Variabel Tax Shield dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Wacana*. Vol. 8, No. 3.
- Fuady, Misbach. 2013. Pengujian Trade-Off Theory: Apakah Perusahaan di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang?. *Jurnal Prestasi*. Vol. 12, No. 2.
- Ghozali, Imam. 2013. *Analisis Multivariate dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EViews 8*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. dan Porter. 2009. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hadianto, Bram dan Christian Tayana. 2010. Pengaruh Risiko Sistemik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. *Jurnal Akuntansi*. Vol. 2, No.1.
- Hanafi, Mamduh M. 2016. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFPE.
- Hanafi, Mamduh M. dan Abdul Halim. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2009. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Harjito, D. Agus. 2011. Teori Pecking Order dan Trade Off Dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 15, No. 2.
- Harjito, D. Agus dan Martono. 2010. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.

- Haryoputra, Herdjuno Bagus. 2012. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010. *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Hasan, M. Iqbal. 2008. *Pokok-Pokok Materi Statistik 1 (Statistik Deskriptif)*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Horne, James C. Van. 2002. *Financial Management & Policy*. New Jersey: Prentice Hall International.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12, No. 2.
- Kuncoro, Mudrajad. 2013. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Longenecker, Justin G. 2001. *Kewirausahaan: Manajemen Usaha Kecil*. Jakarta: Salemba Empat.
- Margrit, Annisa. Ini Daftar Perusahaan yang Pailit Sepanjang 2017. <http://kabar24.bisnis.com/read/20171228/16/721762/ini-daftar-perusahaan-yang-pailit-sepanjang-2017>. Diakses tanggal 5 Mei 2018 pukul 22.00 WIB.
- Mulyadi. 2005. *Akuntansi Biaya*. Yogyakarta: UPPAMP YKPN.
- Munawir S. 2002. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Nugraha, Andi Dwi Kurnia dan B. Yulianto Nugroho. 2013. Debt Capacity dan Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2010. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 17, No. 1.
- Prasetyanto, Hanafi. 2014. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Cash Holding (Studi Empiris pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 -2013. *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Prasetya, B. dan N. Asandimitra. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Growth Opportunity, Likuiditas, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sub-Sektor Barang Konsumsi. *Jurnal Ilmu Manajemen*. Vol. 2, No. 4.
- Rahmawati, Ika Yustina. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Size dan Growth Terhadap Struktur Modal pada Industri Barang Konsumsi yang Didasari oleh Pecking Order Theory dan Trade-Off Theory. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Media Ekonomi*. Volume XVI, NO. 2.
- Rajan, R.G. dan Luigi Zingales. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*. Vol. 50, No. 5.

- Ratri, Annisa Mega dan Ari Christianti. 2017. Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal pada Sektor Industri Properti. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*. Volume 12, No. 1.
- Rianawati, Andri. 2015. Leverage, Growth Opportunity dan Investasi pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. Tahun 8, No.1.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., dan Jordan, B. D., Lim, J., Tan. R. 2015. Pengantar Keuangan Perusahaan; *Fundamentals of Corporate Finance*. Edisi Global Asia. Salemba Empat. Jakarta.
- Saiful dan Yohana. 2014. Implementasi Teori Struktur Modal di Perusahaan Publik Indonesia. *Jurnal Fairness*. Vol. 4, No. 1.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Sekaran, Uma dan Roger Bougie. 2017. *Metode Penelitian untuk Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Selfiana, Kiki Eka. 2016. Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di BEI). *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia.
- Selfiana, Kiki Eka dan Fidiana. 2016. Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 5, No. 9.
- Setiawati, AA Sg Mira Dewi dan I Wayan Putra. 2015. Pengujian Trade Off Theory pada Struktur Modal Perusahaan dalam Indeks Saham KOMPAS100. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol.13, No. 3.
- Subagyo, Pangestu. 2003. *Statistik Deskriptif*. Yogyakarta: BPFE.
- Suffah, Rofiqotus dan Akhmad Riduwan. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 5, No. 2.
- Sugiyono. 2010. *Statistik untuk Pendidikan*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Syamsuddin, Lukman. 2016. *Manajemen Keuangan Perusahaan (Konsep Aplikasi dalam: Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan)*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Tandya, Carolina. 2015. The Capital Structure Determinants of Indonesia Publicly Listed Firms. *iBus Management*. Vol. 3, No. 2.

- Wardianto, K. Bagus. 2012. Pengujian Teori Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan 50 Biggest Market Capitalization di Bursa Efek Indonesia. *Seminar Hasil-Hasil Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat*. Universitas Lampung.
- Wikartika, Ira dan Zumrotul Fitriyah. 2018. Pengujian Trade off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Vol. 10, No. 2.
- Zhang, Rongrong dan Yoshio Kanazaki. 2007. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure in Japanese Firms. *International Journal of Accounting and Information Management*. Vol. 15, Issue: 2.